

短期业绩承压，未来需求有望回暖

投资要点

- **业绩总结：**2022年H1公司实现营业收入6.4亿元，同比减少23.6%，归母净利润为1亿元，同比减少59.3%，扣非后归母净利润1.1亿元，同比减少57%，单二季度实现营收3亿元，同比减少6.5%，环比减少12.1%，归母净利润为2397万元，同比减少48.6%，环比减少70.4%。
- **点评：**公司业绩同比发生下滑的主要原因在于，报告期内下游养殖企业亏损，面临资金压力，疫苗需求量有所下滑。公司坚持推动营销组织及运营模式变革，加强经销商网络赋能，为终端客户提供技术服务，销售费用同比下降25%。公司研发投入7675万元，占营收比例12%，坚持自主研发、联合创新、成果共享的研发模式，前景向好。
- **公司注重研发创新，构建以优质口蹄疫疫苗为核心的丰富产品矩阵，增强市场竞争力。**猪用口蹄疫疫苗是公司的核心产品，市场份额连续多年位居国内动物疫苗行业前列，且疫苗生产行业壁垒高、公司拥有先进的研发技术与条件，共同保障了其市场地位。报告期内，公司获得发明专利授权2件，发明专利申请受理11件。公司进行了非洲猪瘟单基因缺失疫苗、双基因缺失疫苗及多基因缺失疫苗的试验及评价工作，积累了大量实验数据。公司与国内外一流高校及科研机构进行联合研发，聚焦于非洲猪瘟疫苗有效性抗原筛选、核酸疫苗核心技术工艺突破等方面。此外，公司在非洲猪瘟亚单位疫苗、活载体疫苗、表位肽疫苗研究路线上都开展了研究及实验工作，并取得一定成果。除口蹄疫大单品外，公司丰富产品矩阵包含布病疫苗、猪圆环疫苗、猪伪狂犬疫苗等，公司根据客户在非洲猪瘟常态化下的防疫痛点，提出“组合免疫”和“无针注射”的防非免疫方案，通过推广“口蹄疫+伪狂犬+猪瘟”等组合免疫策略为客户创造价值，也推进了非强免疫产品的销售额增长，公司把握行业发展趋势，多产品协同增长，进一步扩大市场占有率。
- **规模养殖占比提升，生猪价格回暖，动保产品需求有望提高。**当前生猪价格处于21元/公斤左右，较21年Q3养殖深度亏损已出现明显改善，养殖企业盈利水平得到修复，随能繁母猪结构调整，优质品种占比提高，生猪健康率提升，仔猪成本有效控制，行业完全成本中枢下移逐步恢复至非瘟前的水平，未来预期向好。从结构上来看，政府环保要求与非洲猪瘟等突发情况促进规模化养殖快速发展，十家上市猪企（牧原股份、温氏股份、正邦科技、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、傲农生物、金新农）生猪出栏量占总体比例由2019年的8.3%增至2021年的14%左右，2021年十家上市猪企生猪出栏量为9428万头，同比增加71.5%。在未来发展的过程中，资金不再是唯一的门槛，成本管控以及对待疫病的科学防治态度将与之共同作用成为竞争的核心，优秀的养殖主体为保证养殖效率将高度重视生物安全，选择优质动保产品。综合以上两方面原因，公司业绩有望随市场需求提升而增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为0.32元、0.49元、0.64元，对应动态PE分别为27/18/14倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、产品研发不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1776.32	1894.71	2362.33	2830.36
增长率	12.29%	6.66%	24.68%	19.81%
归属母公司净利润（百万元）	382.29	359.81	547.63	715.58
增长率	-5.89%	-5.88%	52.20%	30.67%
每股收益EPS（元）	0.34	0.32	0.49	0.64
净资产收益率ROE	7.00%	6.26%	8.80%	10.47%
PE	25	26.8	17.6	13.5
PB	1.83	1.74	1.60	1.45

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：徐卿
执业证号：S1250518120001
电话：021-68415832
邮箱：xuq@swsc.com.cn
联系人：刘佳宜
电话：021-68415832
邮箱：liujy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.26
流通A股(亿股)	11.20
52周内股价区间(元)	7.83-17.23
总市值(亿元)	96.52
总资产(亿元)	65.55
每股净资产(元)	4.70

相关研究

1. 生物股份（600201）：短期业绩承压，科研蓄力助长期发展（2022-04-22）
2. 生物股份（600201）：业绩稳步增长，产品矩阵丰富前景向好（2021-10-29）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1776.32	1894.71	2362.33	2830.36	净利润	389.01	366.14	557.26	728.17
营业成本	677.13	736.94	823.61	956.97	折旧与摊销	191.29	128.41	128.41	128.41
营业税金及附加	24.50	28.36	34.22	40.80	财务费用	-40.45	-4.40	-5.52	-7.06
销售费用	367.16	388.42	460.65	537.77	资产减值损失	-51.73	15.00	15.00	15.00
管理费用	134.75	341.05	437.03	509.46	经营营运资本变动	-194.53	-157.24	-154.65	-209.95
财务费用	-40.45	-4.40	-5.52	-7.06	其他	239.50	-28.90	-30.55	-29.73
资产减值损失	-51.73	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	533.08	319.00	509.95	624.84
投资收益	6.41	15.00	15.00	15.00	资本支出	-125.55	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-3.22	0.00	0.00	0.00	其他	-422.57	15.00	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-548.12	15.00	15.00	15.00
营业利润	414.66	404.35	612.33	792.42	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.39	-1.01	-1.31	-1.24	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	413.27	403.34	611.02	791.18	股权融资	6.63	0.00	0.00	0.00
所得税	24.27	37.20	53.77	63.02	支付股利	-134.97	-76.46	-71.96	-109.53
净利润	389.01	366.14	557.26	728.17	其他	5.06	4.02	5.52	7.06
少数股东损益	6.72	6.33	9.63	12.58	筹资活动现金流净额	-123.28	-72.44	-66.45	-102.46
归属母公司股东净利润	382.29	359.81	547.63	715.58	现金流量净额	-138.40	261.56	458.50	537.38
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1334.16	1595.72	2054.22	2591.60	成长能力				
应收和预付款项	790.44	900.18	1052.85	1286.94	销售收入增长率	12.29%	6.66%	24.68%	19.81%
存货	317.65	345.60	388.23	452.71	营业利润增长率	-13.21%	-2.49%	51.44%	29.41%
其他流动资产	318.39	327.36	362.78	398.22	净利润增长率	-7.90%	-5.88%	52.20%	30.67%
长期股权投资	268.30	268.30	268.30	268.30	EBITDA 增长率	-10.57%	-6.57%	39.15%	24.28%
投资性房地产	107.41	107.41	107.41	107.41	获利能力				
固定资产和在建工程	1813.29	1704.46	1595.63	1486.80	毛利率	61.88%	61.11%	65.14%	66.19%
无形资产和开发支出	743.01	723.44	703.88	684.31	三费率	25.98%	38.27%	37.77%	36.75%
其他非流动资产	911.27	911.26	911.25	911.24	净利率	21.90%	19.32%	23.59%	25.73%
资产总计	6603.93	6883.74	7444.55	8187.53	ROE	7.00%	6.26%	8.80%	10.47%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.89%	5.32%	7.49%	8.89%
应付和预收款项	435.43	493.43	547.12	637.87	ROIC	11.33%	10.93%	16.11%	19.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.84%	27.89%	31.12%	32.28%
其他负债	608.26	540.16	561.99	595.59	营运能力				
负债合计	1043.69	1033.59	1109.11	1233.45	总资产周转率	0.28	0.28	0.33	0.36
股本	1126.20	1126.20	1126.20	1126.20	固定资产周转率	1.05	1.16	1.55	2.00
资本公积	893.34	893.34	893.34	893.34	应收账款周转率	2.66	2.44	2.64	2.63
留存收益	3366.29	3649.64	4125.30	4731.36	存货周转率	1.95	2.15	2.17	2.21
归属母公司股东权益	5272.25	5555.84	6031.50	6637.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.36%	—	—	—
少数股东权益	287.98	294.31	303.94	316.52	资本结构				
股东权益合计	5560.23	5850.14	6335.44	6954.08	资产负债率	15.80%	15.02%	14.90%	15.07%
负债和股东权益合计	6603.93	6883.74	7444.55	8187.53	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.01	4.67	5.11	5.38
					速动比率	3.54	4.16	4.60	4.87
					股利支付率	35.31%	21.25%	13.14%	15.31%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	565.50	528.36	735.22	913.76	每股收益	0.34	0.32	0.49	0.64
PE	25.25	26.82	17.62	13.49	每股净资产	4.68	4.93	5.36	5.89
PB	1.83	1.74	1.60	1.45	每股经营现金	0.47	0.28	0.45	0.55
PS	5.43	5.09	4.09	3.41	每股股利	0.12	0.07	0.06	0.10
EV/EBITDA	12.20	12.56	8.41	6.18					
股息率	1.40%	0.79%	0.75%	1.13%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn